

法制審議会会社法制部会(第2回)配布資料

# 投資家から見た株式市場の課題について

---

東京海上アセットマネジメント投信株式会社

2010年5月26日

顧問 岩間陽一郎

## 長期投資家(株主)としての問題意識

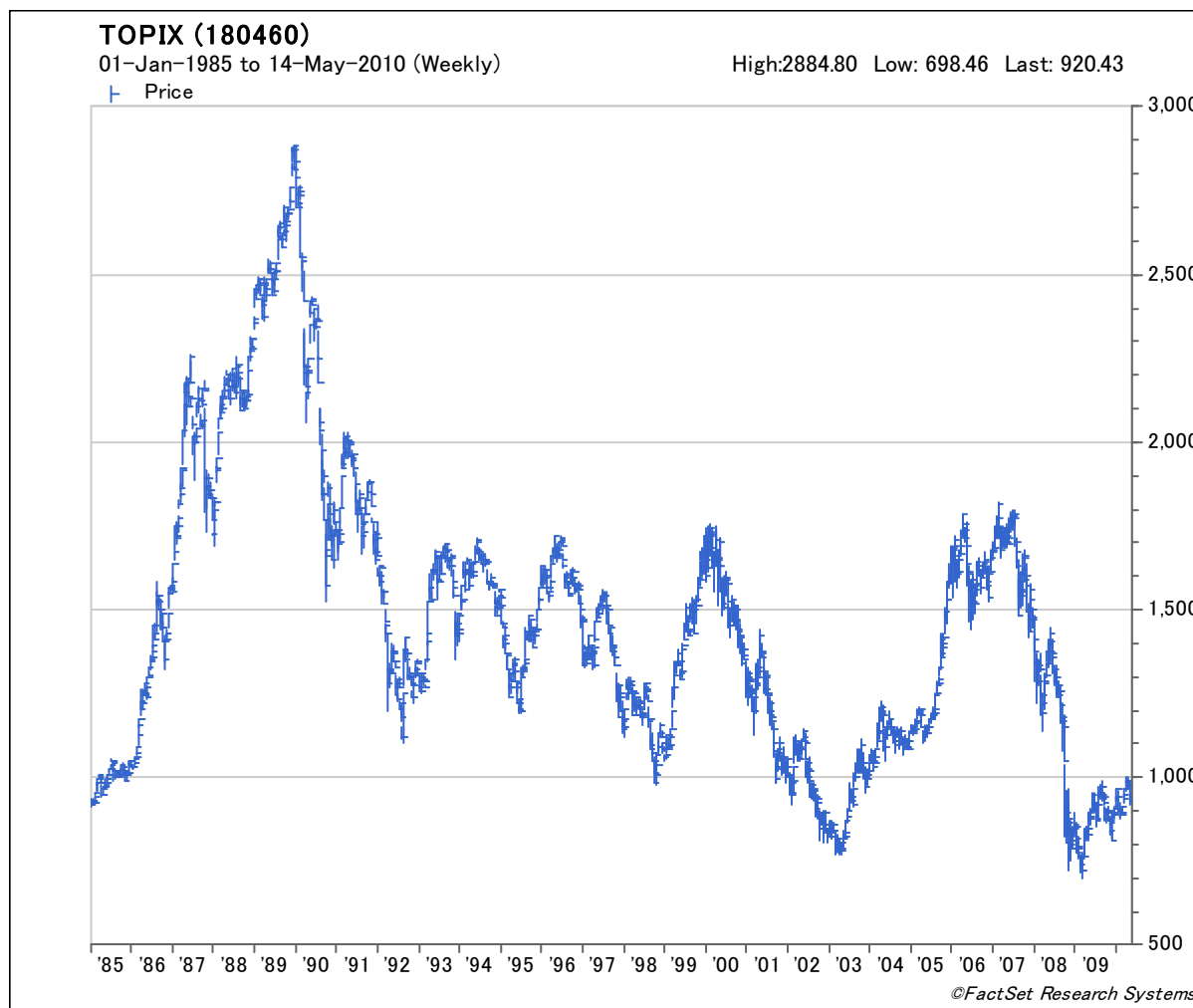
- 日本株式による運用成績が長期間にわたって低迷
- 背景には投資リターンの源泉である企業業績(ROE)の低迷
- 適正リターン確保は国民全体の問題



主として年金資金を運用する長期投資家(株主)としての危機感から、地道なガバナンス改善活動を実行

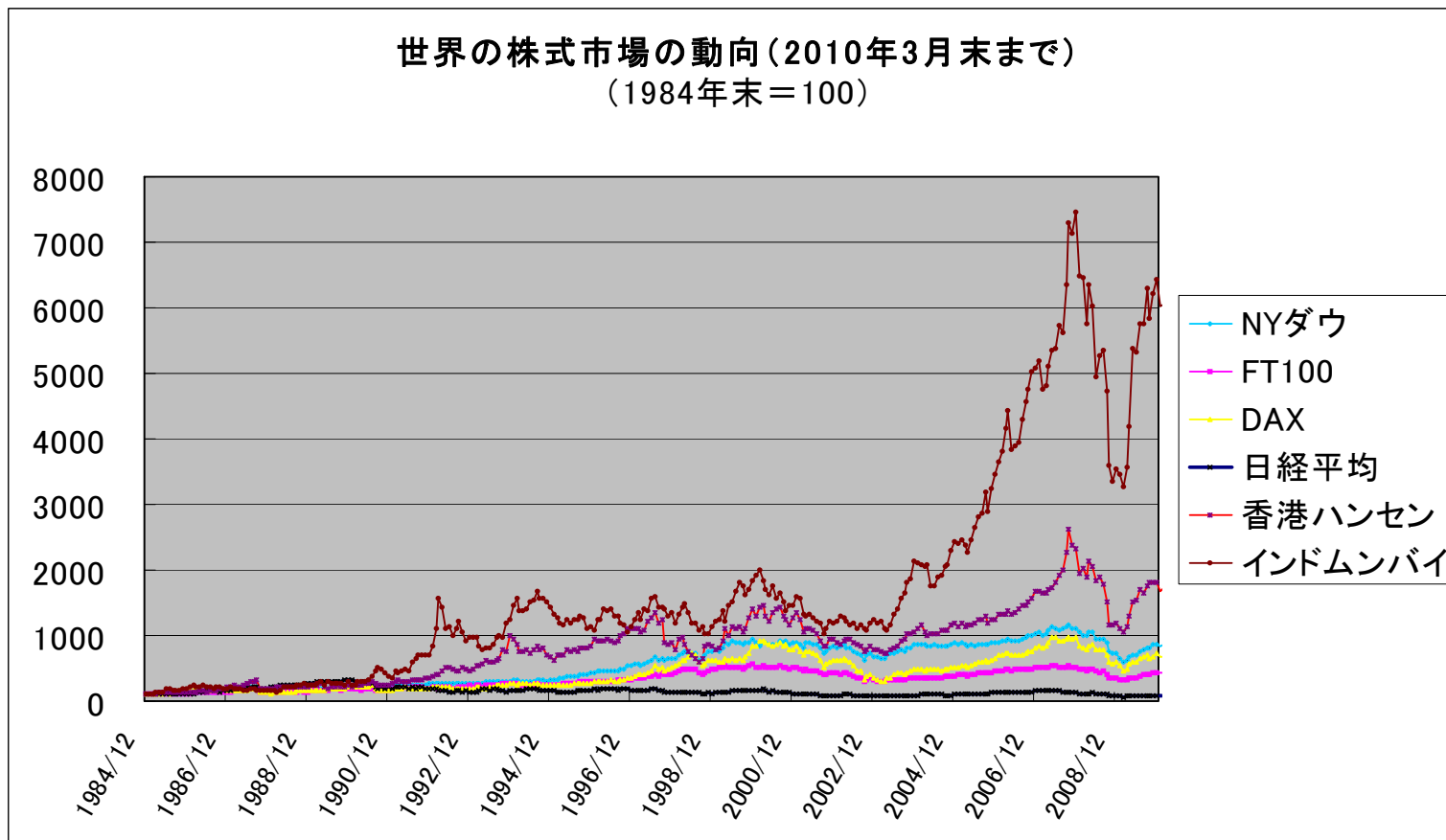
- 議決権行使
- 対話・提案(エンゲージメント)
  - 日本株式投資調査プロセスの一環として、発行企業と建設的な意見交換を励行
  - 英国ガバナンス・フォー・オーナーズ社とのJ/Vを発足、日本の企業風土に合致したWin-Win型の取り組みを開始

# 日本株式パフォーマンス ～長期にわたりボックス圏での推移～



出所: FactSet Research Systems

# 長期的に見た株式市場の動向(1984/12-2010/03)

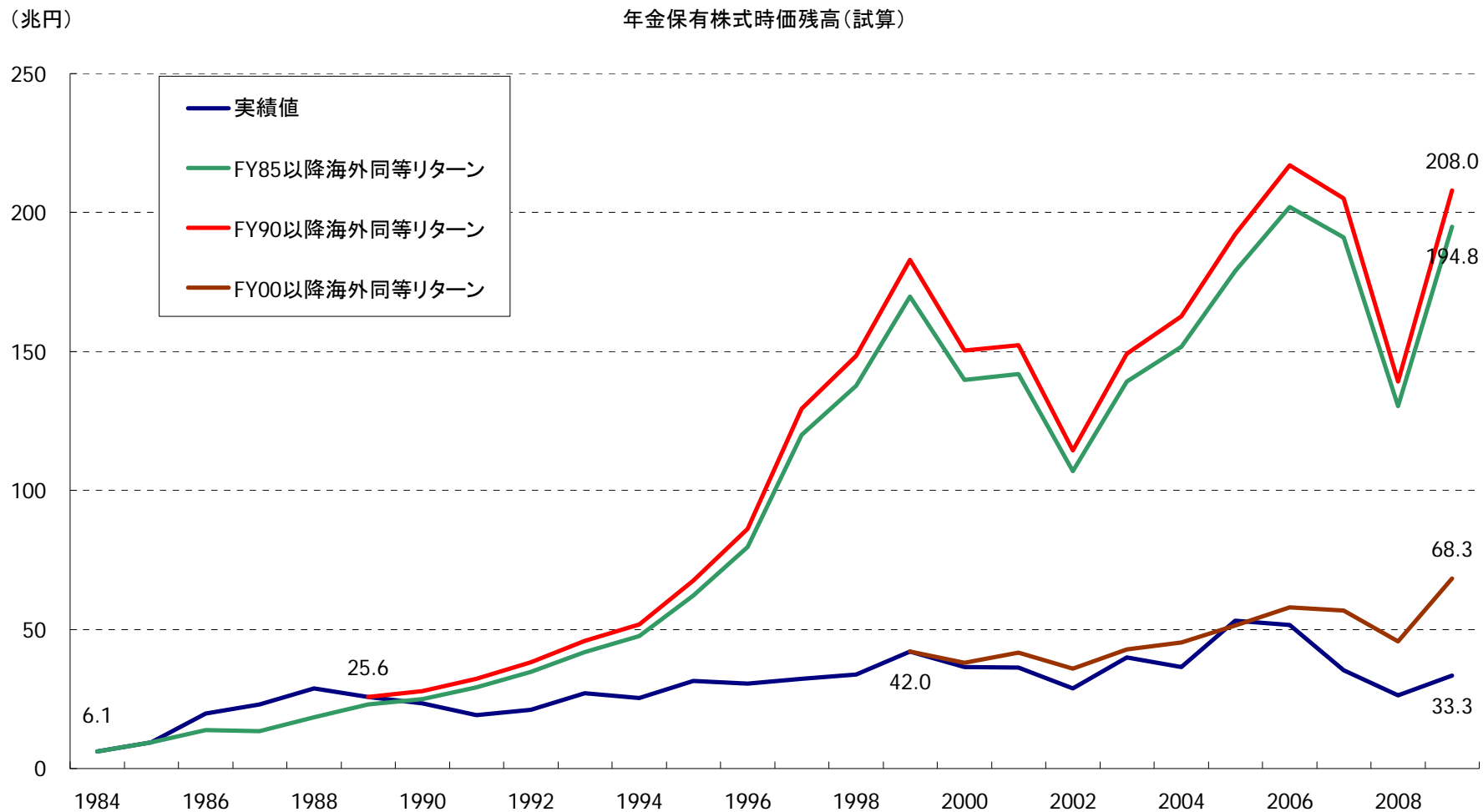


## <株価指数>

	1984/12末	1989/12末	1994/12末	1999/12末	2004/12末	2009/12末	2010/3末
日経平均	11,543	38,916	19,723	18,934	11,489	10,546	11,090
NYダウ	1,212	2,753	3,834	11,497	10,783	10,428	10,857
FT100	1,232	2,423	3,066	6,930	4,814	5,413	5,680
DAX	821	1,790	2,107	6,958	4,256	5,957	6,154
香港ハンセン	1,200	2,837	8,191	16,962	14,230	21,873	21,239
インドムンバイ	272	779	3,927	5,006	6,603	17,465	17,528

(出所) Bloomberg

# 年金保有株式時価残高の推移

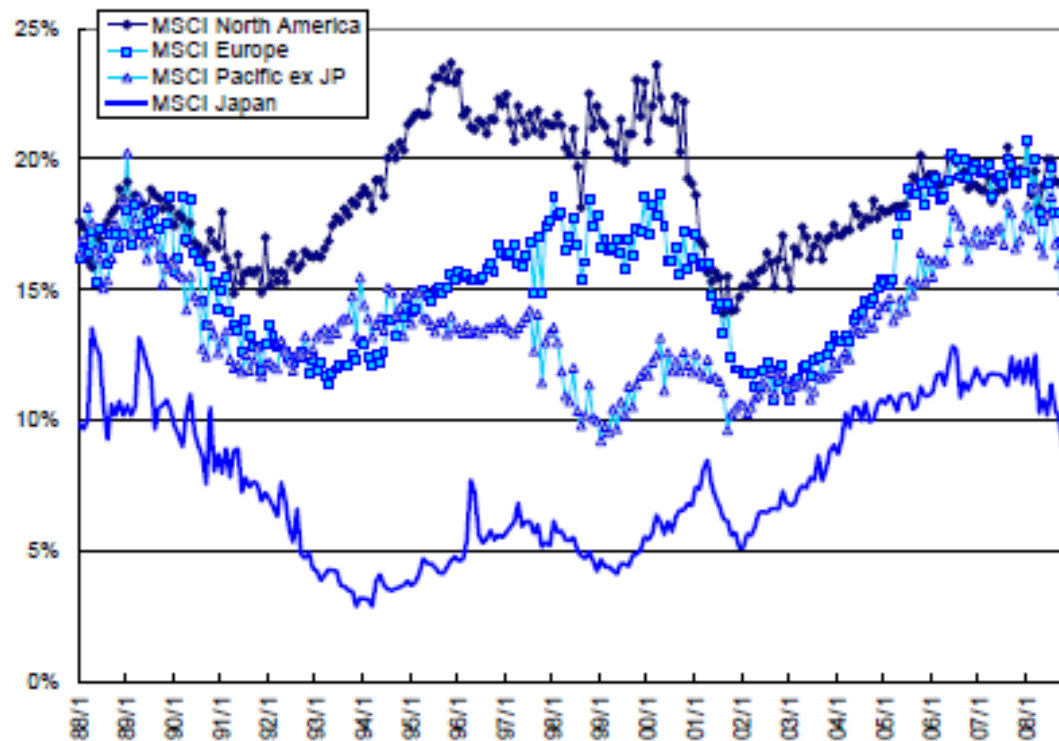


前年度末残高に加え、各年度の実際の資金フローが、翌年度以降海外(MSCI Kokusai指数)の収益率で運用されたと仮定して計算。

出所: 日本銀行、MSCI

# ROEの推移

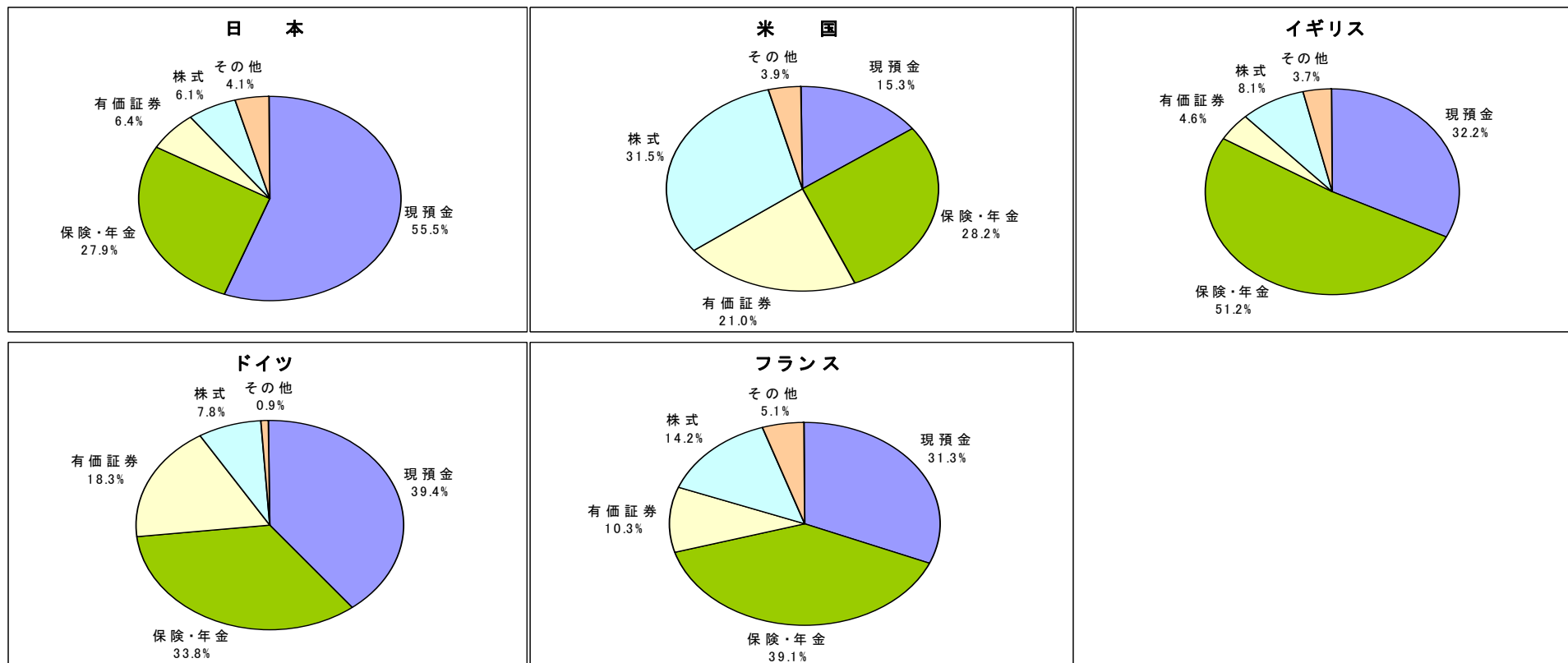
～相対的に劣後するうえ、絶対水準としても資本コスト\*を下回る企業が多い～



注: ROEはIBES12ヶ月予想ベース。PERの逆数×PBRで算出。  
出所: MSCI、IBES、モルガン・スタンレー・リサーチ

\* 投資家(株主)が要求する最低限の要求収益率(=リスクフリーレート+リスクプレミアム×β)

# 各国個人金融資産の状況(2008年末)



(単位:兆円、%、ただし国民一人あたりは万円)

	日本		米国		イギリス		ドイツ		フランス	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
金融資産	1,427	100.0	3,715	100.0	480	100.0	560	100.0	446	100.0
負債	376	26.3	1,287	34.6	205	42.8	195	34.7	157	35.1
正味金融資産	1,051	73.7	2,428	65.4	275	57.2	366	65.3	290	64.9
国民一人あたり	金額	順位	金額	順位	金額	順位	金額	順位	金額	順位
金融資産	1,117	②	1,241	①	793	③	680	⑤	728	④
負債	294	③	430	①	339	②	236	⑤	256	④
正味金融資産	823	①	811	②	454	④	444	⑤	472	③

(注) 比率はグロスの金融資産残高に対する割合。

1\$ = 90.28円、1£ = 130.32円、1EUR = 127.01円として計算。

出所: 第一生命経済研究所ホームページより掲載

# 所有者別持株比率の推移(日米比較)

## 日本

(%)	政府・地公体 A	銀行等 B	証券会社 C	損害保険 D	事業法人等 E	生命保険 F	信託銀行 G	外国人 H	個人等 I	(参考) F~I
1986	0.9%	14.9%	2.1%	4.0%	30.1%	12.8%	7.3%	5.3%	20.1%	45.5%
1991	0.3%	15.6%	1.5%	3.9%	29.0%	12.2%	9.7%	6.0%	20.3%	48.3%
1996	0.2%	15.1%	1.0%	3.6%	25.6%	11.1%	11.2%	11.9%	19.4%	53.6%
2001	0.2%	8.7%	0.7%	2.7%	21.8%	7.5%	19.9%	18.3%	19.7%	65.3%
2006	0.3%	4.6%	1.8%	2.2%	20.7%	5.4%	17.9%	28.0%	18.1%	69.4%

出所:東京証券取引所、株式分布状況調査

## 米国

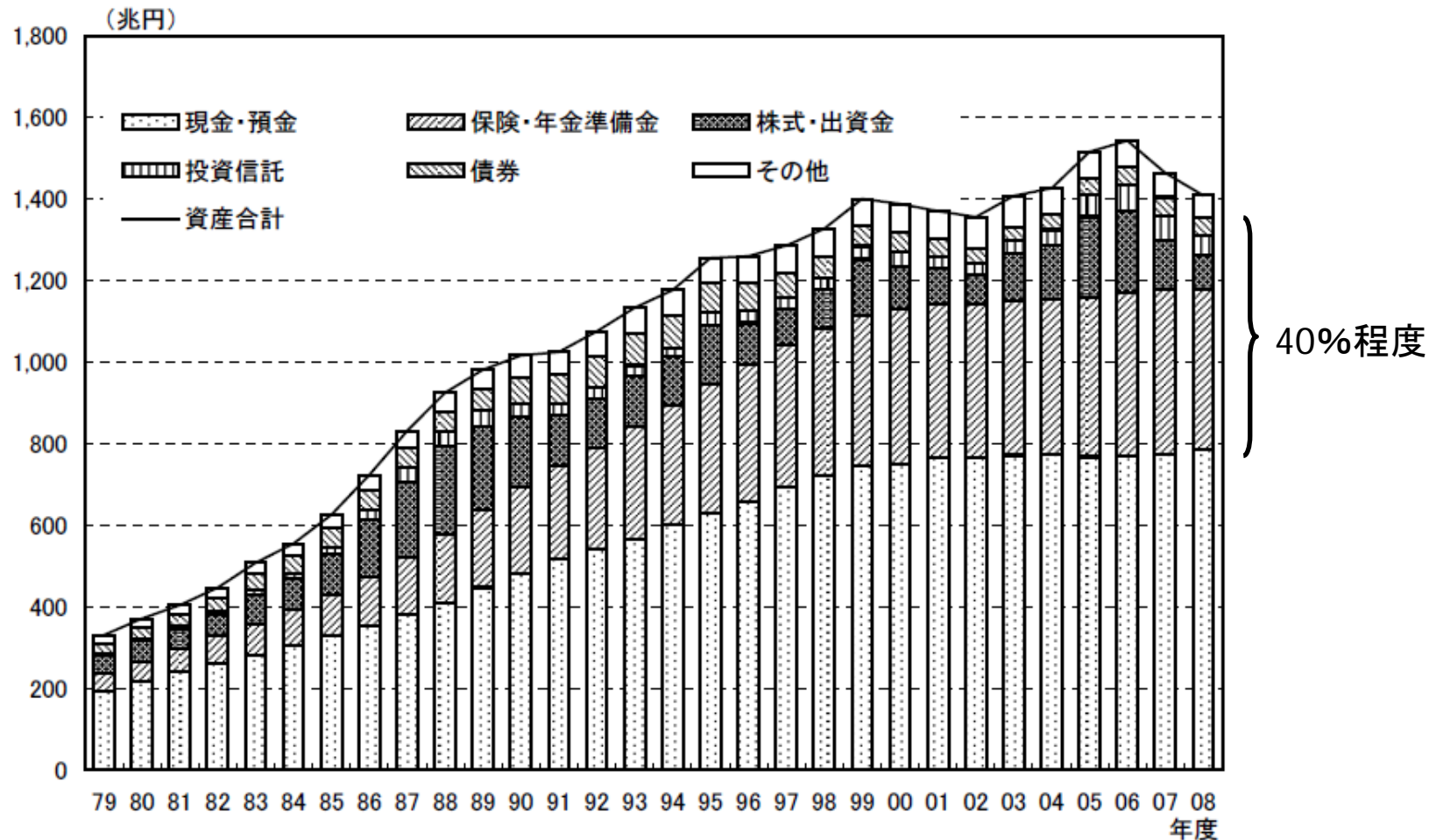
(%)	地方政府 A	銀行等 B	証券会社 C	損害保険 D	生命保険 E	投資信託 F	年金 G	外国人 H	家計 I	(参考) E~I
1986	0.0%	0.3%	0.7%	2.3%	2.8%	6.3%	25.1%	6.8%	55.7%	96.8%
1991	0.1%	0.3%	0.3%	1.9%	2.8%	6.8%	24.8%	6.0%	56.9%	97.3%
1996	0.5%	0.3%	0.4%	1.5%	4.2%	15.6%	23.3%	6.0%	48.3%	97.4%
2001	0.6%	0.2%	0.5%	1.1%	5.2%	19.0%	20.7%	9.1%	43.6%	97.6%
2006	0.4%	0.2%	0.8%	0.9%	5.6%	22.7%	20.3%	10.1%	39.0%	97.6%

出所:FRB、Flow of Funds Accounts of the United States



# 家計の金融資産残高の推移

～保険・年金・投信等を通じて、約1,400兆円の40%程度は株式投資の可能性～



(注1) 債券は、「株式以外の証券」から投資信託を除く。


(注2) その他は、「貸出」「金融派生商品」「預け金」「未収・未払金」「対外証券投資」「その他」の合計。

出所：日本銀行ホームページ「資金循環統計(2009年第2四半期速報)：参考図表」より掲載

# 日本型(ステークホルダー)資本主義の評価


## □ 日本型資本主義のメリット

- 安定株主により被買収リスクが緩和され、インサイダー主権の長期的な経営が可能
- 社会の同質性にも適合し、運命共同体的な風土を醸成 → 現場力の向上に
- 有事には、メインバンクや企業内組合がガバナンス機能を一定程度発揮

 特に高度成長期までは有効に機能し、国際競争力の一因に

## □ 日本型資本主義のデメリット

- 危機に至る前の業績低迷期に共同体防衛本能が働き、痛みを伴った変革へ踏み込む自律的な行動規範が働きにくい
- 変革を逸早く要望すべき純投資家(株主)の声が、安定株主の存在により減殺されやすい
- 現経営陣のインセンティブ構造の観点からも、変革よりも現状維持が選択されやすい

 産業内集約が進まず、低収益体質温存の誘因に

# 日本株式市場を取り巻く環境

## □安定株主から機関投資家へ

- ①金融機関に対する資本規制、②会計基準、③開示規制、④成熟化する年金基金、⑤ホームカントリーバイアスの修正等により、保有構造の変化は避けられない
- 財・サービス市場のみならず、資本市場のグローバル化も避けられず、コーポレート・ガバナンスを含めた市場ルールにもコンバージェンス圧力が働こう

## □新日本型経営のあるべき姿

- 財・サービス市場におけるグローバル競争が避けられないなか、まずは母国市場での競争力強化(選択と集中を柱とした収益力向上)が求められる
- 現場を支える従業員も変革が何れ必要かもしれないことは感じており、現状維持による緩やかな衰退に決別すべく、明確な経営ビジョンの下にその実行が待たれる
- モニタリングコストを極小化した性善説に基づく取締役会のあり方は今後は受け入れられがたく、むしろモニタリング機能の効用を極大化すべく性弱説に基づいた機関の実効的な運営が望まれる
- 長期投資家(株主)を含めたステークホルダー間の利害は、長期的には一致するものであり、建設的な対話とその経営への反映が求められる

# 有事の危機ではなく平時の市場規律による健全な変革の誘引力学

## □ 機関投資家の受託者責任がカギ

- 保有構造の変化により、機関投資家の役割が増大
- 純投資家(株主)による「株主共同の利益」を求めるベスト・プラクティスを醸成
- 米国エリサ法のような法制の整備を含めた広義の機関投資家に対する規範の強化や議決権行使に係る開示規制強化等による受託者責任の徹底

## □ 新しいインセンティブ構造の導入

- 経営者のインセンティブ構造を内発的動機付けに過度に依存した現行のものから、長期的な業績に連動した報酬制度を含む外発的動機付けにも適度にリンクしたものへ
- 独立社外取締役の義務化を柱としたモニタリング制度の導入
- 中長期的には、報酬・指名制度をより透明化することも課題

## □ 変革を実行しやすい制度設計

- 取締役会運営の柔軟化(監督と執行の分離の容易化)
- 企業再編等を実行しやすい制度の再設計
- 雇用に関する適度に柔軟な法制度(含むセイフティーネットの整備)および社会風土への移行